



Stern Stewart Research // Volume 41

## CASH –

# Die Wiederauferstehung der Monarchie

## Asset Management oder die systematische Reduktion der Kapitalbindung im Anlagevermögen und im Working Capital

von Konstantin Wrona und Dimitri Belobokov

### Management Summary

Kapital ist teuer – wird es knapp, dann wird es noch teurer. Bei den Kapitalkosten geht es seit der Finanzkrise aber nicht allein um die Finanzierungskosten. Kritisch ist die grundsätzliche Verfügbarkeit und damit die Opportunitätskosten von entgangenen Investitionschancen, die von Tag zu Tag steigen. So wird als Gewinner der Krise hervorgehen, wer jetzt die Mittel generiert, um in den nächsten Monaten und Jahren zu investieren.

Es rechnet sich daher, jede Art von Kapitalbindung schonungslos zu hinterfragen. Ein aktives Asset Management wird zu einem der wichtigsten Hebel der Innenfinanzierung in der Krise und konzentriert sich auf drei wesentliche Bereiche:

1. **Potenzial- und konsolidierungsorientierte Investitionssteuerung –**  
Anlagevermögen konsequent managen und sich von Kapitalallokationsautomatismen und „Muss-Investitionen“ befreien
2. **Systematische Reduktion des Working Capital –**  
Cash aus operativen Prozessen freisetzen und das Working Capital schneller arbeiten lassen
3. **Verankerung von Kapital- und Cashdisziplin in der Organisation –**  
Konsequente Integration von Kapitalkosten und Cash Flow Zielgrößen in die Unternehmenssteuerungssysteme und -prozesse

Entscheidend für die erfolgreiche und kurzfristige Freisetzung von Cash Potenzialen ist es, mit den bestehenden Konventionen und Automatismen zu brechen.



## Einleitung: Kapitalmanagement in Krisenzeiten

Das Vorgehen bei der Optimierung der Kapitalbindung in Krisenzeiten hängt von zwei wesentlichen Fragestellungen ab: (1) Wie schwer trifft die Krise das Unternehmen und wie werden dementsprechend die Maßnahmenprioritäten gesetzt? (2) Welche grundsätzlichen Optionen zur Cashgenerierung stehen zur Verfügung?

Die Frage nach den Prioritäten ist dabei grundlegend. Selbst wenn Vorstände und Controller auch vor der Krise die Bedeutung von Liquidität und Kapitaleffizienz betonten, wurde zumeist eine völlig andere Prioritätenrangfolge in der Organisation gelebt:

- |                     |  |
|---------------------|--|
| <b>Priorität 1)</b> | Wachstum und die damit verbundenen Langfristziele wie Marktanteile, Markenaufbau, Kundenzufriedenheit etc. |
| <b>Priorität 2)</b> | Kosteneffizienz / Ergebnissteigerung   |
| <b>Priorität 3)</b> | Reduktion der Kapitalbindung / Cashgenerierung   |

Offensichtlich setzt eine derartige Zielhierarchie dem aktiven Management der Kapitalbindung enge Grenzen und beschränkt es lediglich darauf, Prozessineffizienzen zu eliminieren, die zu einer erhöhten Kapitalbindung führen. In der aktuellen Situation gerät diese Zielhierarchie jedoch – je nach Krisenschweregrad – ins Wanken. Häufig ist die Sicherung von Liquidität bzw. die Generierung von Cash das wichtigste Ziel und darf sogar kurzfristig zu Lasten des Ergebnisses gehen. Damit wird die Ausrichtung des Kapitalmanagement-Programms auf den Kopf gestellt. Typische Trade-offs werden anders beurteilt: Der Schwerpunkt liegt auf schnell umsetzbaren und pragmatischen Maßnahmen, die jedoch nicht immer frei von Risiken oder negativen Kosteneffekten sind. Viele ehemals heilige Kühe werden der finanziellen Flexibilität geopfert.

Die zweite Frage betrifft die vorhandenen Möglichkeiten zur Cashgenerierung im Unternehmen. Ohne Zweifel dienen sämtliche Programme zur Steigerung des EBITDA gleichsam auch der Sicherung von Liquidität und Cash Flow. Großes und bisher häufig ungenutztes Potenzial besteht jedoch vor allem noch in einem aktiven und konsequenten Management der Mittelbindung im Anlagevermögen und im Working Capital.

### VORGEHENSMODELL ZUR OPTIMIERUNG DES KAPITALMANAGEMENTS



## I. Mittelbindung im Anlagevermögen aktiver managen – den Zwang der Commitments ablegen

Langfristig gebundene Vermögenswerte werden im Wesentlichen vom aktuellen Geschäftsportfolio und den zukünftigen Investitionen determiniert. Somit gehören zunächst einmal die Portfolio-



**Spielräume bei Muss-Investitionen schaffen und künftige Investitionsprojekte stärker top-down steuern**

umschichtung, der Verkauf oder die Stilllegung von weniger attraktiven Geschäftsteilen sowie die Strukturbereinigung in den Standorten (z. B. Grundstücks- und Gebäudeflächen, Fertigungsstraßen, Produktionsanlagen etc.) zu den integralen Bestandteilen des Asset Managements. Gegenwärtig gestaltet sich jedoch häufig bei einer

Vielzahl von Geschäftsteilen selbst das Verschenken als schwierig – vom profitablen Verkauf einmal ganz zu schweigen. Ein positiver Cash-Effekt entsteht aus diesem Grund oftmals erst zeitverzögert, wenn Folgeinvestitionen in den Substanzerhalt der veräußerten Vermögenswerte eingespart werden können.

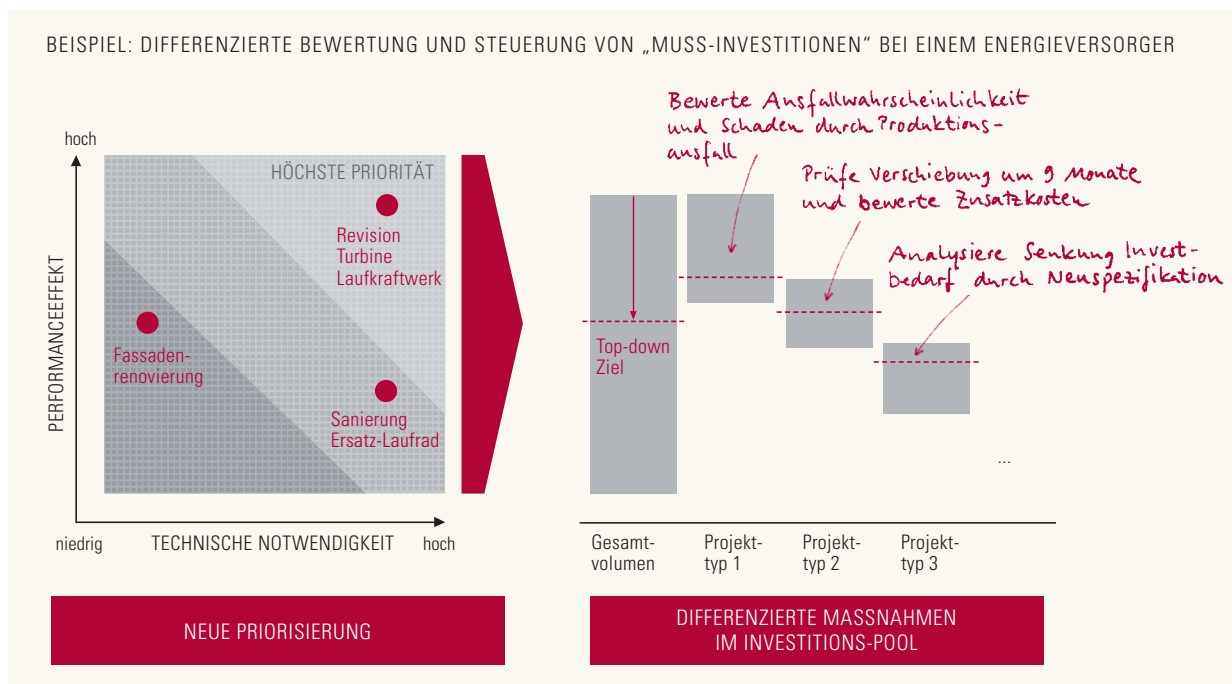
Wesentlich wirkungsvollere Hebel, kurzfristig Cash Flow Reserven zu mobilisieren und Spielraum für die strategische Kapitalallokation zu schaffen, bestehen in 1) der Reduktion der Bindungen aus sogenannten „Muss-Investitionen“ sowie 2) einem erneuten Infragestellen bereits genehmigter bzw. einem stärkeren Controlling zukünftiger Investitionsprojekte („Commitments“).

## Cash Flow Hebel 1: „Muss-Investitionen“ differenzierter steuern

Bei „Muss-Investitionen“ ist grundsätzlich Vorsicht geboten! Häufig wird in den Investitionsausschüssen insbesondere die Freigabe von substanzerhaltenden Investitionsprojekten viel zu generös gehandhabt. So geht ein Großteil des insgesamt zur Verfügung stehenden Investitionsrahmens verloren, ohne dass detaillierte Wirtschaftlichkeitsbetrachtungen in die Bewertung und Entscheidungsfindung einfließen können. Für echte „Muss-Investitionen“ sind daher klare Regelungen und Richtlinien zu erarbeiten, die einem inflationären Gebrauch konsequent entgegenwirken.

Bei vielen Investitionsprojekten geht es dabei auch weniger um einen kompletten Abbruch, sondern vielmehr um eine Verschiebung bzw. eine Volumenreduktion. Insbesondere Substanzerhaltungsinvestitionen können oft ohne große Gefahren für den Betriebsprozess um ein oder zwei Jahre gestreckt werden. Darüber hinaus existieren häufig deutlich kapital- und ressourcenschonende Alternativüberlegungen mit erheblichen Effizienzpotenzialen. In einem Projektfall plante beispielsweise ein Hochseetransportunternehmen die Anschaffung eines neuen Schiffes – für knapp 2 Mrd. €. Durch gezielte Veränderung der Spezifikationen ließ sich die Investitionssumme um ein Drittel reduzieren.

Darüber hinaus greifen einjährige Bewertungsansätze bei langen Lebensdauern der Vermögenswerte häufig zu kurz. Instandhaltungsinvestitionen sind unter Abbildung „echter“ Instandhaltungszyklen strikt nach Wert- und Cashgesichtspunkten auszurichten. Hierfür sind geeignete Priorisierungsmechanismen für Substanzerhaltungsmaßnahmen zu implementieren und Anreizmechanismen zur selektiven Mittelverwendung zu verankern – insbesondere auf nachgelagerten operativen Ebenen.



## Cash Flow Hebel 2: Stärkere Top-down Steuerung der Investitionsprojekte

Die aktuelle Krise verlangt nach einer stärkeren Top-down Führung und Steuerung. Die Zeiten tolerierter Kostenüberschreitungen jenseits 20% gegenüber freigegebenem Investitionsantrag ge-



**Kapitalallokation ausschließlich cash-orientiert sowie nach Flexibilität des Chancen- und Risikoprofils steuern**

hören der Vergangenheit an. Insbesondere für erfolgskritische und lang laufende Großprojekte sollte die Kapitalallokation derzeit ausschließlich cash-orientiert (finanzielle Inanspruchnahme) sowie nach Flexibilität des Exits bzw. des Chancen-Risiko-Profiles erfolgen. Eine zentrale Task-Force „Investitionssteuerung“ sollte die Umsetzung

dieser Richtlinien begleiten, um zeitnah und unabhängig die Projektdurchführung zu überwachen und notfalls Gegensteuerungsmaßnahmen zu initiieren. Bereits während der Detailplanungsphase werden hier die spezifischen Cash- und Risikotreiber direkt in die laufende Projektsteuerung integriert.

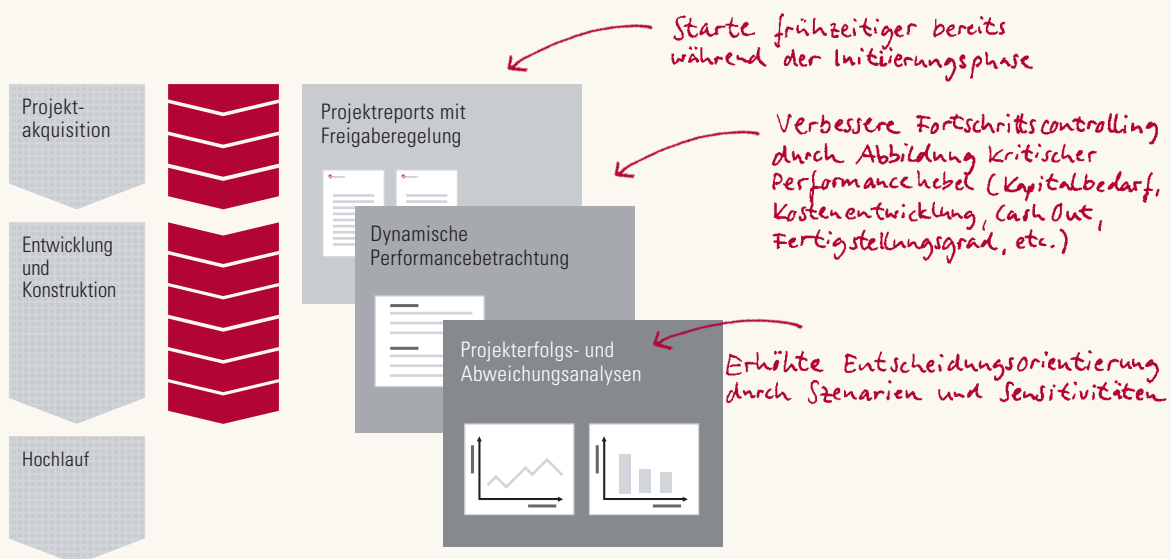
Doch Vorsicht: Differenziertes Vorgehen ist gefragt! Pauschale Investitionskürzungen mit dem Rasenmäher über das Gesamtportfolio untergraben Portfoliostrategie und strategische Kapitalallokation. Für die Ertragsperlen im Portfolio sollten die Investitionsvorhaben weiterhin grundsätz-



**Investitionen für die Ertragsperlen im Portfolio weiterhin fokussiert durchführen**

lich durchgeführt, jedoch zuvor eingehend auf Möglichkeiten zur „Fokussierung“ bzw. „Verschlankung“ überprüft werden. Vornehmlich für die ertragsschwachen Geschäftsbereiche hat diese Prüfung jedoch faktisch ein vollständiges Anhalten aller Investitionen zur Konsequenz.

### BEISPIEL: TASK-FORCE „INVESTITIONSTEUERUNG“ IN EINEM DEZENTRALEN MISCHKONZERN



## II. Working Capital schneller arbeiten lassen – mit alten Konventionen brechen

Der zweite wesentliche Hebel bei der Optimierung der Mittelbindung ist das aktivere und systematischere Management des Net Working Capitals. Vielen Unternehmen gelingt es derzeit nicht, die durch die Krise hervorgerufenen Umsatzrückgänge auch in eine entsprechende Reduktion des Working Capitals zu übersetzen. Vordergründig geht es beim Thema Net Working Capital um Bilanzpositionen: Vorratsvermögen, Kundenforderungen und geleistete Anzahlungen reduzieren, Lieferantenverbindlichkeiten und Kundenanzahlungen erhöhen. De facto ist dies aber keine Finanz-, sondern eine Zeioptimierungsaufgabe: Reduziere den durchschnittlichen Zeitabstand zwischen den Geldauszahlungen für verbrauchte Güter und dem Zahlungseingang vom Kunden. Das Net Working Capital Management betrifft somit auch nicht nur den Finanzbereich, sondern die gesamte Prozesslandschaft und Prozesskette des Unternehmens. Zu den NWC-relevanten Prozessen zählen dabei:



Net Working Capital Steuerung ist keine Finanz-, sondern eine Prozess-Optimierung

- Operative Abwicklungsprozesse, insbesondere Auftrags- bzw. Bestellabwicklung sowie Güter- und Informationsströme in der Supply Chain, die auch mehrere Lieferanten- und Abnehmerstufen umfassen können
- Planungsprozesse im Vertrieb, Produktion und Logistik (kurzfristige Absatzplanung, Material- und Produktionsplanung etc.)
- Verwaltungsprozesse, z. B. Debitoren- und Kreditorenmanagement

Die Schwerpunkte der NWC-Optimierungsinitiativen variieren dabei wiederum sehr stark je nach Handlungsdruck. Durch die Aufdeckung und Beseitigung aller Faktoren struktureller, prozessualer, systemischer oder organisatorischer Art, die „Mittelbindungszeit“ kosten, lassen sich Effekte im Bereich von 15%–20% bei den einzelnen NWC-Komponenten erreichen. Treten jedoch massive Krisenauswirkungen auf, reicht eine bloße Prozessbeschleunigung nicht mehr aus. Der Zielanspruch ist dann häufig, eine Verbesserung in der Größenordnung von 35%–40% zu realisieren. Dieser Anteil ist nur erreichbar, wenn auch beim NWC konsequent mit alten Automatismen und Konventionen gebrochen wird, die immer noch zu häufig die Entscheidungsprozesse dominieren, wie beispielsweise:

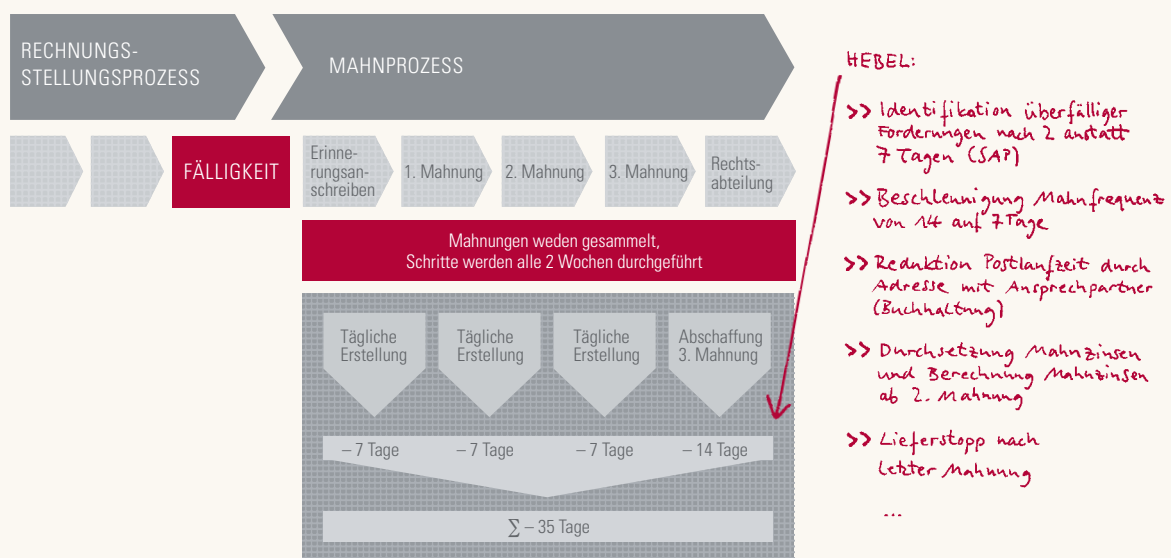
„Zufriedene Kunden sind das wertvollste Kapital“  
„Jeder Euro Umsatz zählt“  
„Jede Out-of-Stock-Situation ist Alarm-Stufe Rot“  
„Ist der Bedarf unsicher, disponiere stets an der Obergrenze“  
„NWC-Reduktion ist gut, solange sie nichts kostet“  
„Je höher die Losgröße, desto wirtschaftlicher die Produktion“  
...

Es ist leicht zu erkennen, dass es sich hierbei häufig um die eingangs beschriebenen klassischen Zielkonflikte handelt: NWC-Reduktion vs. Kundenzufriedenheit und Umsatz bzw. NWC-Reduktion vs. Kosten und Ergebnis. Der Paradigmenwechsel verlangt hier neben der notwendigen Transparenz über die komplexen Wirkungszusammenhänge der NWC-bezogenen Entscheidungen insbesondere viel Überzeugungsenergie auf allen Unternehmensebenen.

### Beispiel-Paradigma 1: „Zufriedene Kunden sind das wertvollste Kapital“

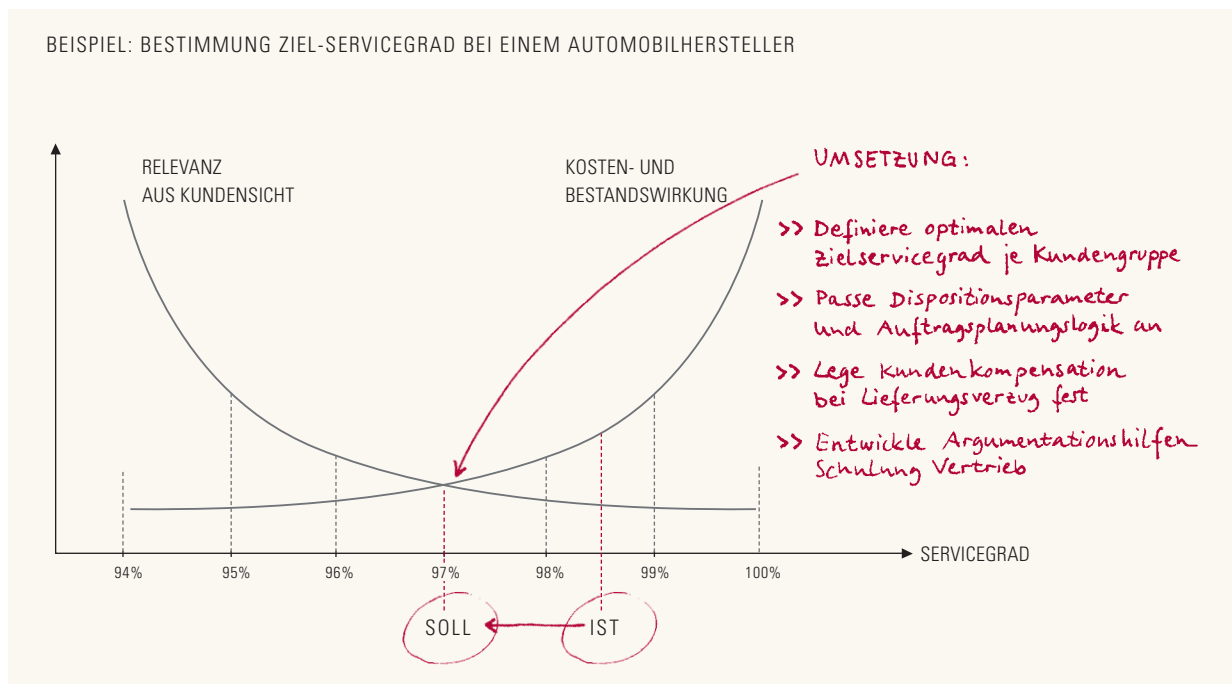
Wer ist nun der König in der Krise: Kunde oder Cash? Sicher hat der Kunde gerade in einer Nachfragekrise viel Macht. Aber nicht jeder! Sondern nur derjenige, der pünktlich die Rechnungen bezahlt. Und der Umsatz zählt erst dann, wenn das Geld auf das Konto eingeht – das gilt in der Krise mehr denn je. Bei Kundenforderungen liegt der Optimierungsbedarf vielfach nicht in langen Zahlungszielen oder ineffizienten internen Prozessen (z. B. etwa verspäteter bzw. fehlerhafter Rechnungsstellung), sondern in der unentschlossenen Durchsetzung eigener Zahlungsansprüche. Wie ist es etwa möglich, dass in der Automobilzulieferindustrie 3% aller Rechnungen von den Kunden nie bezahlt werden? Sicherlich können Maßnahmen wie straffere Mahnintervalle, Durchsetzung von Mahnzinsen oder in letzter Konsequenz auch ein Lieferstopp nach mehreren Mahnungen die Kundenbeziehung belasten. Da sie aber ein erhebliches Cashpotenzial bergen, sollte sich das Unternehmen ernsthaft fragen, welche Kunden es um welchen Preis unbedingt halten will. Häufig wird das Risiko derartiger Maßnahmen auf die Kundenbeziehung zudem überschätzt: Bei geeigneter Kommunikation haben Kunden für die verschärfte Finanzdisziplin ihrer Geschäftspartner durchaus Verständnis.

#### BEISPIEL: REDUKTION DER ÜBERFÄLLIGEN FORDERUNGEN IN EINEM CHEMIEKONZERN



## Beispiel-Paradigma 2: „Jede Out-of-Stock-Situation ist Alarm-Stufe Rot“

Hinter dieser Einstellung verbirgt sich der Glaube, dass (a) die Kundenzufriedenheit die hundertprozentige Liefertreue voraussetzt und (b) der Umsatz direkt von der Kundenzufriedenheit abhängt. Beides wird häufig nicht hinterfragt – zu Unrecht. Im Ersatzteilevertrieb eines großen Automobilherstellers wurde z. B. untersucht, inwiefern die eigene logistische Leistung mit dem Umsatz korreliert. Es hat sich gezeigt, dass der Servicegrad ab einem Niveau von 96% – 97% keinerlei Zusammenhang mit der Einkaufsloyalität der Handelspartner aufweist. Auch die Endkonsumenten nahmen die erhöhte Verfügbarkeit der Teile überhaupt nicht wahr. Häufig sind aber gerade die letzten Prozentpunkte besonders kosten- und bestandsintensiv. In der derzeitigen Situation darf es also kein Tabu sein, den Zielservicegrad – zumindest temporär – um ein paar Prozent abzusenken.



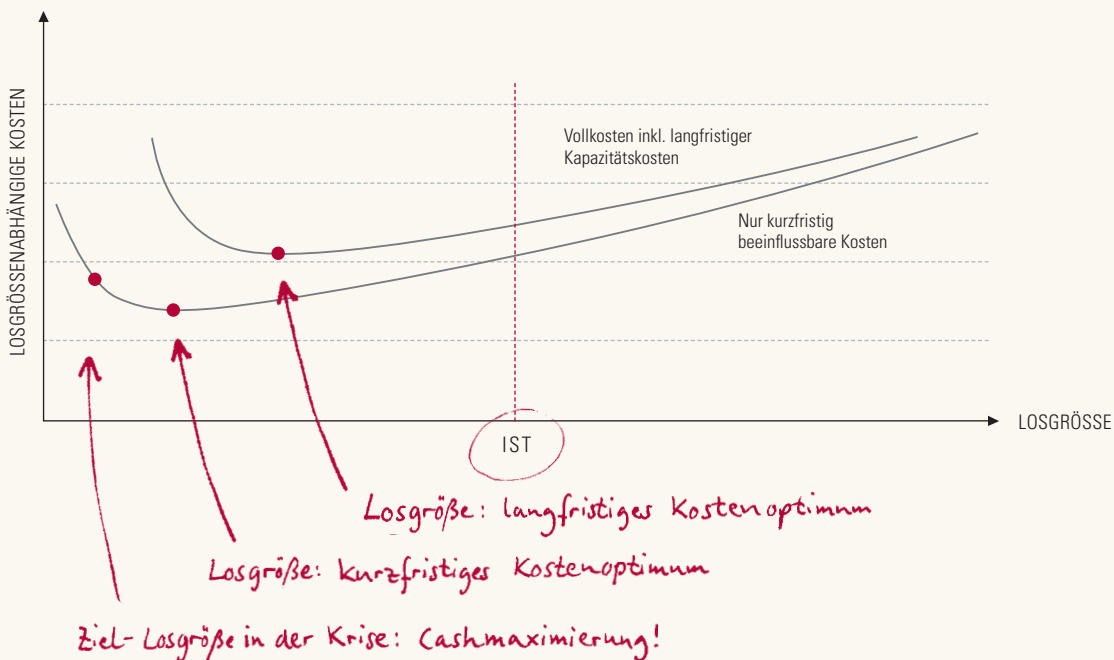
### Beispiel-Paradigma 3: „Je höher die Losgröße, desto wirtschaftlicher die Produktion“

Die Begründung für diese Überzeugung ist einfach: Verursachungsfaktoren der Kapitalbindung sind auf operativer Ebene oft nicht transparent. Daher ist die wirtschaftlichste Losgröße aus der Sicht des Entscheiders die mit den niedrigsten Kosten – und das ist in der Regel die größte.

Die Wahrheit sieht jedoch anders aus. Erstens: Durch flexibler werdende Produktionssysteme fallen („losfixe“) Umrüstkosten immer weniger ins Gewicht. Häufig ist daher die wirtschaftlichste Losgröße die mit der niedrigsten Kapitalbindung – und das ist in der Regel eben die kleinste.

Zweitens: Selbst wenn die losfixen Kosten signifikant sind, muss eine Trade-off-Entscheidung zwischen Kosten und Kapitalbindung getroffen werden. Dieser Trade-off ist transparent abzubilden, in die Bestandsplanungsprozesse zu integrieren, und die Mitarbeiter sind mit einfachen Werkzeugen in die Lage zu versetzen, die jeweils optimale Entscheidung zu treffen.

BEISPIEL: NEUKALIBRIERUNG DER LOSGRÖSSEN BEI EINEM KLEINSERIENFERTIGER

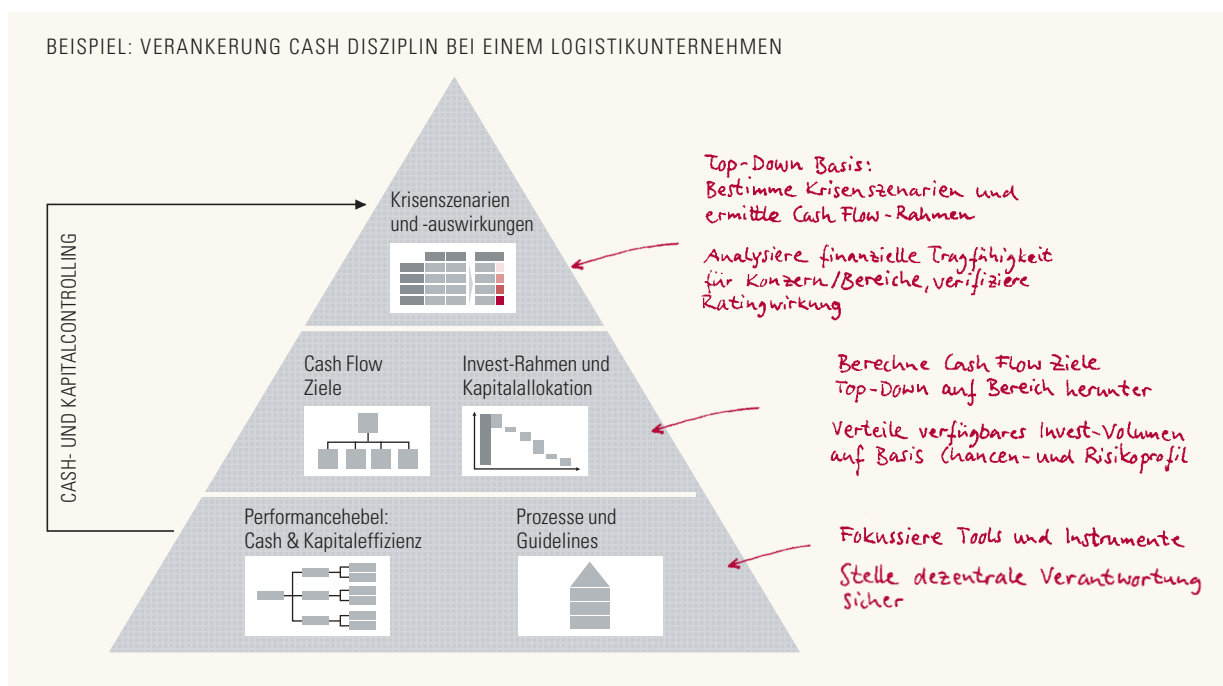


### III. Kapital- und Cashdisziplin in der Organisation und den Steuerungsprozessen verankern

Die Rückbesinnung auf das aktivere Management der Mittelbindung im Anlagevermögen bzw. im Net Working Capital sowie der nachhaltigen Generierung von Cash Flow zur Krisenbewältigung ist zusätzlich im Steuerungssystem und den Steuerungsprozessen abzubilden. Das bedeutet zum einen, dass im Rahmen des Zielsetzungsprozesses zusätzlich Top-down Cash Flow Ziele als Leitplanken in die Organisation getragen werden müssen. Der Fokus kann dabei entweder auf Operating oder Free Cash Flow Zielen liegen – je nach Krisenszenario variiert dabei der Zielanspruch für die operativen Bereiche. Aufgrund des hohen Manipulationspotenzials von einjährigen Cash Flow Größen sind dabei insbesondere auch die Do's und Dont's für die operativen Bereiche klar zu regeln, etwa im Factoring.

**Top-down Cash Flow Ziele als Leitplanken herunterbrechen und die Kapitalkosten in der Steuerung verankern**

Zum anderen sind die Kosten für eingesetztes Kapital nicht nur im Prozess der Investitionssteuerung, sondern gleichzeitig auch im Rahmen der Performancemessung zu berücksichtigen. Bestehende nationale und internationale Rechnungslegungssysteme setzen die Kosten des eingesetzten Kapitals immer noch systematisch zu gering an. Durch die Nichtberücksichtigung von Eigenkapitalkosten können sich viele Manager bereits dann im Glanze ihrer erwirtschafteten „Gewinne“ sonnen, wenn ihre Investitionen lediglich über dem Fremdkapitalzins liegen. Noch viel zu häufig bewegen sich die Unternehmenssteuerungssysteme wider eines besseren ökonomischen Wissens. Vornehmlich das Vergütungssystem muss dabei gezielte Anreize für den sorgfältigen Umgang mit der Ressource Kapital sowie für die nachhaltige Generierung von Cash Flow und Liquidität setzen.



## Zusammenfassung und Fazit

Die aktuelle Krise rückt das aktive Management der Kapitalbindung und die Mobilisierung von Cash Flow Reserven auf die Spitzenposition der gegenwärtigen Vorstandsagenda. Häufig hat der Wachstumspfad der letzten Jahre den Blick für den schonenden Umgang mit der Ressource Kapital und für

das Bewusstsein über Kapitalkosten verstellt. Anhand von bewährten Checklisten können die wesentlichen unternehmensspezifischen Handlungsfelder identifiziert und ein aktiveres Management der Mittelbindung angestoßen werden:



### Standardisierte Checklisten decken Cash-Potenziale auf

#### ASSET MANAGEMENT PROGRAMM

Screeningfeld	Potenzialfeld	Maßnahme
Muss-Investitionen	Geplante Investitionen	Systematisierung und Bewertungskatalog aufbauen Bewertungskriterien und Freigabelimits verschärfen Senkung Investitionsbedarf überprüfen (z.B. Def. Spezifikationen, Verringerung Servicelevel) Verschieben der Investition und verbundene Folgekosten prüfen Optimale Substanzerhaltungszeitpunkte je Investitionstyp festlegen Freigegebene Budgets reduzieren
	Genehmigte Investitionen	Rechtliche Notwendigkeit überprüfen Senkung Investitionsbedarf überprüfen (z.B. Def. Spezifikationen, Verringerung Servicelevel) Verschieben der Investition und verbundene Folgekosten prüfen ...
Kundenforderungen	Überfällige Forderungen	Mahnfrequenz erhöhen Mahnzinsen durchsetzen
	Zahlungsziele	Zahlungskonditionen standardisieren, Ausnahmen reduzieren Kundenbenchmarking durchführen und Zahlungsziele neu verhandeln
	Interne Prozesse (operativ)	Ad hoc-Vertragsänderungen (Leistungsumfang, Prozess) besser dokumentieren Organisatorische Abläufe strikt einhalten, spätere Probleme bei Zahlungsabwicklung vermeiden
	Interne Prozesse (Debitorenmanagement)	Kundenstammdaten vervollständigen und bereinigen Rechnungsstellungsprozess beschleunigen ...
Bestandsmanagement	Logistische Beschaffungskonditionen (RHB)	Bestellvorlaufzeiten verkürzen bzw. Recht zur nachträglichen Mengenänderungen aushandeln Bestelllosgrößen verringern Bezug auf Konsignationslager umstellen, Abnahmeverpflichtungen wegverhandeln
	Produktionsdurchlaufzeiten (WIP)	Rüstzeiten reduzieren Losgrößen entlang des Produktionsprozesses vereinheitlichen, Pufferbestände senken
	Bestandssteuerung (Fertigerzeugnisse)	Losgrößen unter Kostenoptimum reduzieren (Cashmaximierung) Von Push auf Pull umstellen (keine Produktion ohne vorliegenden Kundenauftrag) Zielservicegrad / -lagerverfügbarkeit reduzieren (selektive Bestandshaltung)
	Bedarfsprognose	Anreize für Kunden zu genaueren Absatzforecasts schaffen Informationsfluss an Dispo bei Produktveränderungen, -auslaufen etc. verbessern Sicherheitsaufschläge bei Allzeiteinlagerungen eliminieren
	Abbau Langsamdreher	Sonderverkaufsaktionen für Langsamdreher anstoßen Ursachen für langsamen Verbrauch beseitigen (Preisstellung, fehlende Katalogeinträge etc.) ...

## Die Autoren



Konstantin Wrona  
Partner  
kwrona@sternstewart.de



Dimitri Belobokov  
Vice President  
dbelobokov@sternstewart.de

Stern Stewart & Co.

Als unabhängige Partnership steht Stern Stewart & Co. für eine schlichte, aber weitreichende Idee: konsequentes Wertmanagement. Unsere Glaubwürdigkeit auf den Kapitalmärkten und unsere klare Spezialisierung überzeugen das Top Management international führender Unternehmen – gerade wenn es um die nachhaltige Steigerung des Unternehmenswertes geht.

Unsere Beratungsfelder sind die Kernfragen des Managements: Strategie und Bewertung sowie Organisation und Steuerung. Der Schlüssel für unseren Erfolg sind unsere Beraterpersönlichkeiten und unser Beratungsansatz. Wir denken und handeln wie ein Unternehmer, dessen Strategie langfristig motiviert ist und der den ökonomischen Wert in den Mittelpunkt von Entscheidungen stellt. Und diesen Prinzipien folgen wir konsequent in unserer Beratung – ganz unabhängig davon, was aktuelle Trends gerade gut heißen mögen.



Stern Stewart & Co. GmbH

Salvatorplatz 4

D-80333 München

T +49.89.242071.0

F +49.89.242071.11

E [info@sternstewart.de](mailto:info@sternstewart.de)

I [www.sternstewart.de](http://www.sternstewart.de)

Schottenring 16

A-1010 Wien

T +43.1.53712.4111

F +43.1.53712.4000

E [info@sternstewart.at](mailto:info@sternstewart.at)

I [www.sternstewart.at](http://www.sternstewart.at)

Seefeldstrasse 69

CH-8008 Zürich

T +41.43.488.36.39

F +41.43.488.35.00

E [info@sternstewart.ch](mailto:info@sternstewart.ch)

I [www.sternstewart.ch](http://www.sternstewart.ch)

